

英美要约收购规则之比较

范黎红

(厦门大学国际经济法研究所, 厦门 361005)

摘 要: 英国《城市法典》和美国《威廉法案》分别是要约收购领域市场自律性规则和法律强制性规则的典范。二者在要约收购法的基本原则上各有所侧重。相应地,在管制部分要约收购、目标公司董事会的反收购措施上也各具特征。笔者就此对二者进行比较研究,指出其内容上存在的实质性差异,并探讨其原因。在此基础上,就完善我国《证券法》第四章有关要约收购的规定提出个人粗浅的看法。

关键词: 充分披露原则; 股东平等待遇原则; 实质管理; 立法中立

中图分类号: D996 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-1097(2000)01-0057-03

要约收购是指收购方向一家上市公司的股东公开发出要约购买其股份,从而获得该上市公司控制权的行为。由于要约收购是对上市公司股份的大规模公开购买行为,其结果又导致上市公司控制权的移转,极易引起证券市场的震荡和股东权益的损害,各国纷纷制订规则加以管制。其中,英国 1968 年《城市法典》和美国 1968 年《威廉法案》^① 分别是市场自律性规则和法律强制性规则的典范。二者的区别不仅在于规则性质的不同,内容上的实质性差异更值得探讨。本文拟从要约收购法的基本原则及某些具体制度出发,对二者加以比较。

一、基本原则之比较

英国《城市法典》和美国《威廉法案》其规范要点和目的基本一致,即主要通过对要约人与目标公司董事会的规范,保护目标公司股东的利益,维护证券市场的秩序。为了实现其规范目的,二者均确立了两项基本原则,即充分披露原则和目标公司股东平等待遇原则。

充分披露原则是证券法的一项基本原则。在要约收购法中体现为与要约收购有关的重要信息均应充分披露,使面临要约收购的目标公司股东能够自行作出有根据的决定。该原则在英国《城市法典》和

美国《威廉法案》中均体现为下述两方面:第一,收购要约人应将收购意图、收购要约以及与收购有关的信息予以充分披露。第二,目标公司董事会应对面临的要约收购发表意见,该意见应向所有受要约人充分披露。目标公司董事会还应说明其之所以持某种意见的理由,并披露其对该要约收购所存在的利益冲突。

目标公司股东平等待遇原则是公司法理中股东平等原则的体现。在要约收购法中主要体现在两方面:其一,目标公司股东有平等参与要约收购的权利。要约人应向目标公司某类股份全体持有人发出收购要约。这就是所谓的“全体持有人规则”。另一项保证平等参与权的规则是“按比例接纳规则”,即收购要约人要约购买股份的总数低于受要约人接受要约总数的,要约人应按比例从所有接受要约的受要约人中购买该股份,而不论受要约人接受要约的时间先后。其二,目标公司股东有权获得平等的收购条件。要约人应对所有受要约人一视同仁,对同一类股份持有人应提供相同的收购条件,对不同种类股份持有人提供的收购条件也应当类似,不得给予特定股东以收购要约中未记载的利益。如果在要约有效期内,要约人变更要约条件,提高要约价格的,则要约人应向所有受要约人提供该变更后的条件,不论其是否在该变更前已接受了要约,这就是“最好价

收稿日期: 1999-10-22

作者简介: 范黎红(1976-),女,福建莆田县人,厦门大学法律系硕士研究生。

格”原则。美国《威廉法案》只规定了上述规则,对部分要约收购和全面要约收购基本上持中立态度。英国《城市法典》除上述规则以外,还规定了其他制度,以严格限制部分要约收购,保障目标公司股东的平等待遇。

英美要约收购规则均确立了上述两项基本原则,但侧重点有所不同。在英国,目标公司股东平等待遇原则是核心。《城市法典》的一般原则第一项就明确规定,要约人对受要约公司同一类股份的所有股票必须同等对待。而美国更强调的是充分披露原则。美国联邦最高法院在著名的 Schreiber案中指出:《威廉法案》的目的是促进充分披露,从而使面临收购的股东作出有根据的决定。法院还指出,国会强调股东的选择意味着法官不应应对公开要约收购期间发生的行为的实质公平进行审查。^②美国大多数法院认为《威廉法案》是一部“披露法”。

二、具体制度之比较

英美要约收购法对两项基本原则的侧重点有所不同,在具体制度上也相应呈现出不同特点。尤其体现在对部分要约收购及目标公司董事会反收购措施的管制上。

(一)部分要约收购

部分要约收购是指收购者向全体股东发出要约,收购占目标公司股份总数一定比例的股份。部分要约收购有利于要约人以有限的资源获得目标公司的控制权,更易形成公司控制权市场促使公司管理部门提高效率。然而,部分要约收购也存在下述弊端:第一可能造成对目标公司股东的不公平。如果收购成功,目标公司就处于要约人控制之下,未接受要约的股东就处于少数股东的地位,而要约人又可能为其自身利益而非为全体股东的利益经营公司。第二、部分要约具有强迫性。个别要约人无法得知其他要约人是否会接受要约,为避免为接受要约可能导致的不利后果,他们往往假定他人会接受要约,因此接受要约,影响了股东自由选择的真正实现。

美国《威廉法案》未包含任何限制部分要约收购的条款,赋予要约方在决定意欲购买的股票数量时充分的行动自由,只受制于“按比例购买原则”。

英国《城市法典》包含了严格限制部分要约收购的条款,包括:作出部分要约前,须事先得到城市小组的同意;必须向所有股东发出并遵守“按比例购买原则”;要约期间及要约结束后的12个月内,禁止通

过公开市场的购买;若意欲购买目标公司30%—50%的股票,要约须无条件并说明欲购股票的确切数目;当一项要约意欲购买30%以上的股票时,必须对每一类别股票的持有者进行要约;如果要约将导致要约方持有目标公司48%以上的表决权时,要约文件须包含一警示条款说明该事实;须遵守强制要约收购之规定,即要约方通过收购获得目标公司30%以上表决权的股份或任何持有目标公司30%—50%表决权的个人或小组在12个月内又增持2%的,必须向所有股东发出要约购买剩余股票,价格不得低于前12个月内所付的最高价格^③。

英国《城市法典》通过严格限制部分要约收购解决了其可能产生的潜在问题,即对中小股东的不平等待遇。美国《威廉法案》并未专门解决这一问题。尽管现存的美国判例法在一些司法实践中对中小股东加以保护,但只有在中小股东拥有足够的能力和资源提起针对控制股东或目标公司董事的诉讼时才奏效,这一事后补救措施作用有限。然而,英国的做法并非没有代价,它抑制了部分要约收购这一可能带来较大经济利益的收购方式。

(二)目标公司董事会的反收购措施

在实践中,要约人的收购通常引致目标公司董事会采取反收购措施,这与要约收购的特点有关。在要约收购中,交易当事人一方是要约人,另一方是目标公司广大股东,而其结果是导致目标公司控制权的转移,并影响现有公司董事会在公司的地位。目标公司董事会往往对一项不受欢迎的敌意收购采取反收购措施。这可能是基于公司的最大利益,也可能是依自身利益行事。因而,有必要在立法上对反收购措施加以管制。

英国《城市法典》要求目标公司董事会帮助其股东决定是否接受要约,不得采取任何破坏性防御措施。具体包括:首先,目标公司董事会必须将与要约有关的信息、独立法律意见、自己的立场及理由告知股东;其次,当目标公司董事会可能寻找一位“白衣骑士”时,它必须依要求,将提供给这一友好收购方的所有信息,同样提供给不受欢迎的收购方;再者,目标公司董事会不得采取影响股东自由选择权的实质性行动。

与之显著不同的是,美国目标公司董事会在采取反收购措施时有更大的行动自由。《威廉法案》实质上对目标公司董事会及要约方保持中立,并且给予它们平等的机会争取目标公司股东的支持。目标公司董事会可以自由采取任何一项防御措施以抵御

一项故意收购,仅仅受“商业判断规则”的限制。依该规则,董事的行为首先被推定为基于合理的商业判断,除非原告证明董事出于恶意或自由裁量权。但在实践中,该举证责任向原告设置了几乎不可能克服的负担,因此该规则不能对董事会采取反收购措施实施有效措施。然而,近来美国在这一方面有所发展。例如,在 Rdeon 诉 Rantry 一案中,法院迫使目标公司董事会对一个以上的要约保持中立;在 Smith 诉 Van Gorkom 一案中,法院有效地限制目标公司董事会运用“商业判断规则”免除自身的义务。^③这表明美国的司法实践已逐渐向英国《城市法典》的准则靠拢。

三、结语

通过上述比较可见,英国《城市法典》以保护中小股东的利益为基点,对要约收购进行实质管理,严格限制部门要约收购和目标公司董事会采取反收购措施。美国《威廉法案》强调立法的中立,侧重于要约收购信息披露的规范。

该实质性差异,可归因于:首先,英美学者对股东平等待遇问题的认识不一。英国学者以伯利·安朱斯为代表,认为小股东应与享有控制权的大股东享有平等待遇,批判部分要约收购。美国学者以易斯特布鲁克为代表,认为信托义务的原则就是使股东利益最大化,而不是平等对待股东。公司收购(无论何种形式)对股东的利益都是有好处的,股东平等待遇原则破坏了上述机制的发挥。^⑤《城市法典》和《威廉法案》分别体现了上述思想。其次,美国法院运用控制股东对小股东信托义务的原理来限制大股东的权利,保护中小股东利益。美国联邦及州法院对收购活动的每个环节都进行深入的司法审查。如果公司董事会和大股东未尽到其法定义务,必然会面临非控股股东的起诉,并为其行为造成的损害承担责任。英国对大股东权利的限制始终没有形成一种有内在逻辑的理论,在要约收购中又缺乏像美国这样的全面司法审查保障,故其要约收购规则强调对收购活动的实质管理,保护中小股东的利益。

我国 1999 年 7 月 1 日实施的《证券法》第四章

也确立了充分披露原则和股东平等待遇原则,对上市公司的要约收购行为进行规范。其特点是,以第 81 条确立的强制要约收购制度为核心强调对要约收购的实质管理。笔者认为,基于我国证券市场仍未成熟,中小投资者素质较低及《公司法》未能对中小投资者利益提供有效保护,立法不能仅着眼于为收购者提供便利,过早强调收购这一外部监督机制的功能。立法应侧重于建设有利于规范化收购行为发生的制度环境,在保护投资者利益的前提下,鼓励公司收购。我国《证券法》第四章侧重于对要约收购的实质管理,强调对中小股东利益的保护,这是可取的。当然,也应看到《证券法》第四章有关要约收购的规定略显粗糙。就股东平等待遇原则而言,仅规定了强制要约收购制度,对部分要约收购、目标公司董事会的反收购措施均未涉及。对此,英国《城市法典》的成功之处值得进一步学习和借鉴。就充分披露原则而言,我国《证券法》未对目标公司董事会面临一项收购要约时的信息披露义务加以规定。这一方面,兼取英美两种规则体系的长处是可行的。

参考文献

- [1] 英国《城市法典》又称《伦敦城接管与合并准则》,由一个名为收购与合并专门小组的自律机构制订,并由其负责解释和实施。美国《威廉法案》即 1934 年《证券交易法》的第 18 节 (d)、(e) 和第 14 节 (d)、(e)、(f),由于该法由参议员威廉姆斯提出,故有此名。
- [2] See Robin J. Marsico, Corporatvon Law: Antitakeover Measures in Annual Survey of American Law [M]. New York: New York University School of Law, 1986, (1): 90. 转引自宋永泉. 上市公司要约收购若干法律问题 [J], 法律科学, 1997, (2).
- [3][4] See Thomas Horst, the Regulation of Tender offers in the United States and the United Kingdom: Self-Regulation vesus Legal Regulation, North Carolina Journal of International Law and Commecial Regulation, summer, 1987, p389.
- [5] 张舫著. 公司收购法律制度研究 [M]. 北京: 法律出版社, 1998.
- [6] 代越. 强制性公司收购要约的若干法律问题 [J]. 法学评论, 1998, (2): 120.

(责任编辑: 林平)